

公司研究

盈利同比增速回正，个人金融战略深化

——工商银行（601398.SH）2020 年报点评

买入（维持）

当前价：5.35 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

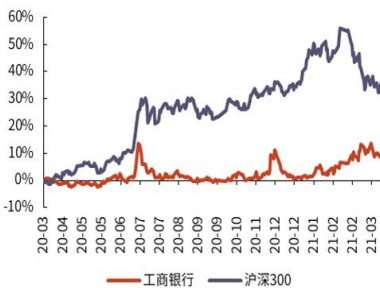
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元):	19,067.73
一年最低/最高(元):	4.79/5.85
近3月换手率:	12.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.29	7.73	-27.57
绝对	0.94	7.65	8.66

资料来源：Wind

相关研报

从区域分化视角看银行股投资逻辑——银行业 2021 年春季投资策略(2021.3.7)

要点

事件：

3月26日，工商银行（601398.SH）发布2020年年度报告，全年实现营业收入8827亿元（YoY+3.2%），归母净利润3159亿元（YoY+1.2%）。加权平均净资产收益率11.95%（YoY-1.1pct）。

点评：

4Q20 拨备力度边际减弱推动全年盈利增速回正。2020年，工商银行营业收入/拨备前净利润/归母净利润同比增速分别为3.2%/4.2%/1.2%，盈利同比增速回正。单季来看，四季度营收同比增速为4.0%，受益拨备计提力度边际减弱，单季盈利同比增速大幅升至44.2%。

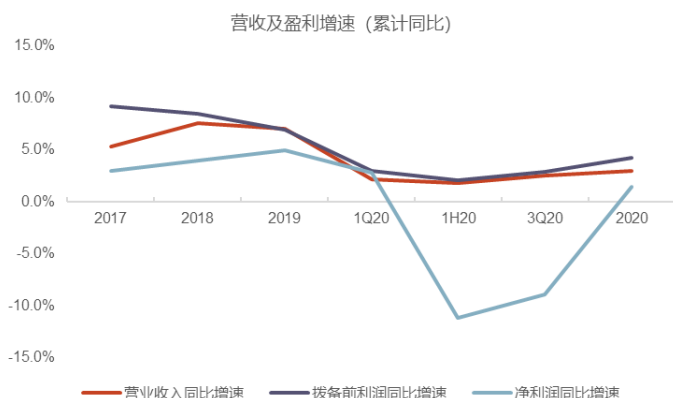
资产扩张驱动净利息收入增长，存款结构边际优化。公司通过“以量补价”的方式实现利息收入同比增长2.3%，净利息收入占营业收入的73.3%。**资产端**，公司持续加大信贷投放力度，2020年总资产/贷款规模分别较上年末增长10.7%/11.1%，贷款占总资产比重较上年末提升0.2pct至54.4%。**负债端**，总负债/存款规模分别较上年末增长11.0%/9.4%，存款占负债的比重较上年末小幅下降1.2pct至82.6%，**但存款结构边际优化，一是期限结构上**，活期存款占比较上年末提升2.3pct至50.4%（其中，公司存款中活期占比提升0.4pct至29.7%，个人存款中活期占比提升1.9pct至20.7%）；**二是存款来源上**，个人存款增速11.3%，占存款的比重较上年末提升0.8pct至46.4%。在贷款收益率承压下行、存款成本相对刚性的情况下，净息差较上年末下降15BP至1.97%（生息资产YoY-24BP，计息负债YoY-9BP）。

净非息收入增长5.7%，保本理财压降增厚投资收益。公司净非息收入中，**手续费及佣金净收入**1312亿元（YoY+0.5%），占净非息收入的55.6%，其中理财、资产托管等业务增势较好，而银行卡、投行等业务则受疫情拖累呈现负增长，**预计随着经济回暖将低位反弹**；**净其他非息收入**1047亿元（YoY+13.0%），增减值及变动幅度较大的科目是投资收益，较上年末大幅增加204.7亿元（YoY+215.4%），主要是保本理财到期兑付客户金额减少，随着资管新规过渡期行将结束，不具有持续性。

“第一个人金融银行”战略破题深化，后续零售业务空间值得期待。2019年，工商银行提出全面打造“第一个人金融银行”战略；依托公司在客群规模、网点布局、科技实力等方面的禀赋优势，2020年，“第一个人金融银行”战略破题深化——个人客户量达到6.8亿户，个人手机银行客户4.16亿户（总量、增量、月均动户数均位列同业第一），个人金融AUM突破16万亿。**在金融科技赋能、消费金融业务拓展、财富管理业务发展等因素提振下，零售业务具有较大的提升空间，规模效益可观。**当前工商银行个人金融业务营收占比42.3%，未来随着“第一个人金融银行”战略持续深化，占比有望进一步提升。

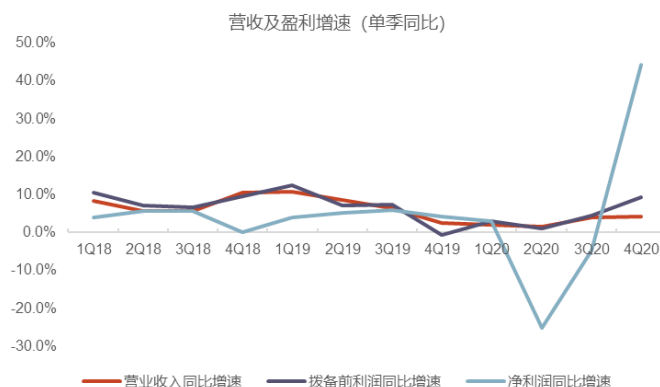
风险处置力度加大，潜在不良压力缓释。2020年疫情影响下，公司主动加大风险处置力度，全年计提各类资产减值损失2026.7亿元（YoY+13.2%），资产质量进一步夯实。截至2020年末，不良贷款率为1.58%，环比3Q20微升3BP，仍保持在稳健区间。不良相关指标方面，逾期贷款额/率、关注贷款额/率均实现双降，其中，逾期率较上年末下降16BP至1.44%，关注率较上年末下降50BP至2.21%。同时，逾期贷款与不良贷款的剪刀差首次实现年度为负。截至2020年末，拨备覆盖率180.68%，环比3Q20下降9.51pct，但整体拨备水平仍较为厚实。

图 1: 工商银行营收及盈利增速 (累计同比)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 工商银行营收及盈利增速 (单季同比)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

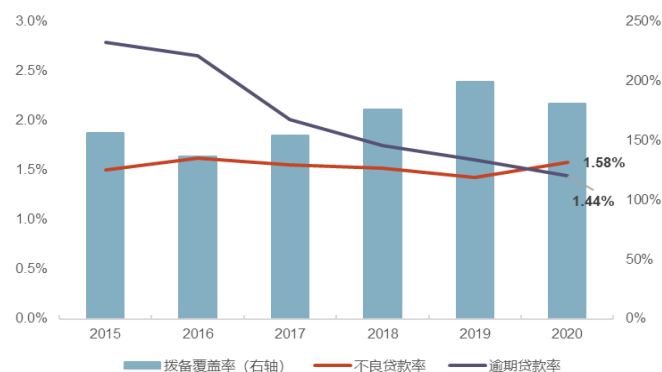
表 1 工商银行资产质量主要相关指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.55%	1.52%	1.43%	1.58%
关注贷款率	4.36%	4.47%	3.95%	2.92%	2.71%	2.21%
(关注+不良)贷款率	5.87%	6.09%	5.50%	4.45%	4.15%	3.79%
逾期贷款率	2.79%	2.65%	2.01%	1.75%	1.60%	1.44%
逾期 90 天以上不良贷款率	90.69%	92.07%	80.94%	76.05%	77.08%	57.33%
拨备覆盖率	156.34%	136.69%	154.07%	175.76%	199.32%	180.68%
拨贷比	2.35%	2.22%	2.39%	2.68%	2.86%	2.85%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

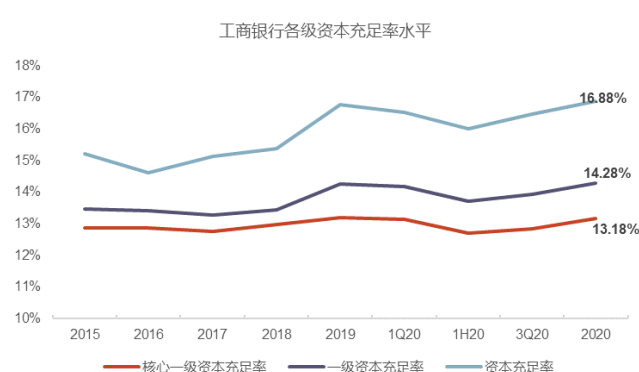
多措并举补充资本, 整体资本充足水平稳中有升。2020 年, 公司持续推动资本补充工作, 通过境外优先股 (1.45 亿美元)、永续债 (1000 亿元) 等方式加强资本补充; 同时, 境外发行不超过等值人民币 400 亿元永续债已获银保监会批复、境内发行不超过 1000 亿元永续债已由临时股东大会审议通过。截至 2020 年末, 公司核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 13.18%/14.28%/16.88%, 整体资本充足率 1H20 以来稳中有升。考虑到公司资产扩张仍将维持一定强度、系统重要银行各项资本达标要求较高, 以及未来可能的 TLAC 要求, 2021 年资本补充或仍需维持一定强度。

图 3: 工商银行整体资产质量较为稳健



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 工商银行各级资本充足率水平相对较高



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

盈利预测、估值与评级：工商银行具有规模、牌照及资源储备等禀赋优势，未来通过发展资产管理及大零售等轻资产业务，业绩具有进一步拓展空间。结合 2020 年财报披露情况，小幅下调 2021-22 年 EPS 预测为 0.93 元（较上次下调 1.1%）/0.97 元（较上次下调 2%），新增 2023 年 EPS 预测为 1.01 元，对应 2021-23 年 PB 分别为 0.6/0.6/0.5 倍。当前银行负债端成本压力渐显的情况下，公司负债来源稳定且成本具有比较优势，具有较强业绩弹性，维持“买入”评级。

风险提示：如果国内经济增速不及预期，可能影响公司信贷投放的力度和质量。

表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	8,552	8,827	9,259	9,694	10,120
营业收入增长率	10.5%	3.2%	4.9%	4.7%	4.4%
净利润 (亿元)	3,122	3,159	3,302	3,442	3,586
净利润增长率	4.9%	1.2%	4.5%	4.3%	4.2%
EPS (元)	0.88	0.89	0.93	0.97	1.01
ROE	13.2%	12.3%	11.9%	11.4%	10.9%
P/E	6.1	6.0	5.8	5.5	5.3
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-26

财务报表与盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
损益表摘要 (RMB: 亿元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	6,069	6,468	6,758	7,054	7,373	EPS (元)	0.88	0.89	0.93	0.97	1.01
非息收入	1,693	1,527	1,701	1,840	1,947	PPOPPS (元)	3.34	3.21	3.03	2.86	2.72
营业收入	8,552	8,827	9,259	9,694	10,120	BVPS (元)	6.93	7.48	8.15	8.85	9.60
业务及管理费及营业税	(1,991)	(1,968)	(2,072)	(2,143)	(2,228)	P/E	6.1	6.0	5.8	5.5	5.3
拨备前利润	5,707	5,948	6,303	6,662	7,001	P/PPOP	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7
税前利润	3,918	3,921	4,156	4,340	4,531	P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
归母净利润	3,122	3,159	3,302	3,442	3,586						
资产负债表摘要 (RMB: 亿元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	301,094	333,451	359,511	387,874	418,465	总资产增速	8.7%	10.7%	7.8%	7.9%	7.9%
贷款总额	167,613	186,243	204,122	221,881	239,853	净息差 (NIM)	2.14%	2.08%	1.98%	1.89%	1.82%
其他生息资产	127,866	138,853	154,035	166,959	180,539	净利差	1.96%	1.91%	1.79%	1.68%	1.61%
总负债	274,174	304,355	328,038	353,907	381,783	生息资产收益率	3.66%	3.52%	3.47%	3.41%	3.36%
存款余额	227,409	248,668	269,059	290,045	311,799	贷款收益率	4.40%	4.33%	4.28%	4.26%	4.20%
其他付息负债	36,292	42,665	47,498	51,475	56,622	付息负债付息率	1.70%	1.61%	1.67%	1.73%	1.75%
所有者权益	26,920	29,095	31,473	33,967	36,682	存款付息率	1.51%	1.53%	1.57%	1.59%	1.61%
年增长率 (%)						非息收入占比					
贷款余额	8.7%	11.1%	9.6%	8.7%	8.1%	成本收入比	25.6%	24.6%	24.5%	24.1%	23.9%
存款余额	7.3%	9.3%	8.2%	7.8%	7.5%						
净利息收入	6.0%	6.6%	4.5%	4.4%	4.5%	资产质量					
净手续费及佣金收入	7.1%	-15.7%	10.0%	7.0%	5.0%	不良贷款率	1.41%	1.56%	1.56%	1.58%	1.61%
营业收入	7.0%	3.0%	5.8%	5.1%	4.8%	拨备覆盖率	203.3%	182.4%	190.0%	189.8%	188.0%
拨备前利润	6.9%	4.2%	6.0%	5.7%	5.1%	拨贷比	2.86%	2.85%	2.97%	3.00%	3.03%
归母净利润	4.9%	1.2%	4.5%	4.3%	4.2%						
盈利结构 (按平均总资产计 %)						资本 (%)					
ROAA	1.08%	1.00%	0.96%	0.93%	0.90%	核心一级资本充足率	13.20%	13.18%	13.32%	13.43%	13.58%
ROAE	13.25%	12.30%	11.85%	11.37%	10.91%	资本充足率	16.77%	16.88%	16.74%	16.61%	16.53%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2021-03-26; 注: 公司 2020 年将信用卡消费分期收入从手续费重分类至利息收入, 相关指标重述, 本表格基于历史数据, 未进行回溯调整。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------